

# 证券交易所跨境市场联通模式研究

——基于国际交易所典型案例的分析

徐尚斐

(深圳证券交易所, 广东 深圳 518038)

**[摘要]** 在全球化背景下, 跨境资本和资金频繁流动, 各个资本市场之间的联系日益紧密。伴随经济全球化和资本市场一体化的总体趋势, 跨境证券交易应运而生。境外证券交易所通过交易联通、跨境产品挂牌等方式实现资本市场跨境互联互通, 为我国资本市场对外开放过程中提升证券交易所国际化水平提供了重要发展路径参考。2014年以来, 我国资本市场开放步伐加快, 以沪港通、深港通为代表的证券交易互联互通机制先后开通, 以产品跨境上市为模式的中日ETF互通、深港ETF互通相继启动, 证券交易所互联互通开放促使我国资本市场与国际市场联系日益紧密。本文在对现有文献研究进行梳理的基础上, 结合新加坡、英国、中国台湾等具有代表性的证券交易所市场互联互通模式, 以及“沪深港通”、中日ETF互通等我国资本市场对外开放模式, 通过对交易联通、跨境ETF运行机制进行分类研究及案例分析, 提出需对跨境联通中跨境监管制度融合与监管合作、证券经营机构国际化服务能力、境内外结算周期差异及长期市场培育等进行重点关注, 并在我国现有证券市场法律允许的框架下, 提出拓宽外资投资A股的渠道与方式、吸引外国优质蓝筹企业本地挂牌交易、推进落实A股DVP结算制度改革等政策建议, 以期为我国资本市场国际化发展提供参考和借鉴。

**[关键词]** 证券交易所 资本市场开放 市场互联互通 跨境ETF

**[中图分类号]** F831 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-983X(2021)04-0018-10

## 一、引言

在全球化背景下, 跨境资本和资金频繁流动, 各个资本市场之间的联系日益紧密。萨缪尔森(P. Samuelson)在《经济学》中指出“证券交易所是市场经济的‘轴心’”。<sup>[1]</sup>伴随经济全球化和资本市场一体化的总体趋势, 跨境证券交易应运而生。2002年, 合格境外机构投资者

(QFII)制度正式推出, 我国资本市场对外开放拉开序幕。2014年以来, 我国资本市场开放步伐加快, 以沪港通、深港通为代表的证券交易互联互通机制先后开通, 以产品跨境上市为模式的中日ETF互通、深港ETF互通相继启动, 证券交易所互联互通开放促使我国资本市场与国际市场联系日益紧密。目前, 我国资本市场开放逐步形成了包括合格投资者制度、金融基础设

收稿日期: 2020-11-30

作者简介: 徐尚斐, 经济师, 特许金融分析师(CFA), 主要从事资本市场互联互通机制、交易所跨境并购、交易所中小企业市场建设研究。

施互联互通和金融机构专业化跨境资产配置服务在内的多渠道、多维度的开放格局,<sup>[2]</sup>为下一步资本市场的健康发展和国际化建设奠定了良好基础。2020年以来,新《证券法》正式实施,在创新战略层面为我国资本市场全面深化改革和进一步加大开放拓宽了道路;《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》及《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》先后发布,放松了QFII和RQFII投资境内金融市场的限制,便利投资运作,资本项下的人民币可兑换明显提速,人民币国际化的基础进一步改善,金融开放进入新阶段。<sup>[3]</sup>本文旨在结合我国资本市场规则框架现状,对新加坡、英国、日本、中国台湾等境外股票市场互联互通实务进行案例研究,对交易联通和产品跨境上市两种主要市场联通方式进行分类比较研究,在此基础上分析国际证券市场开放及互联互通路径方式,进而提出相关对策建议,以期对我国资本市场互联互通工作提供参考和借鉴。

## 二、证券交易所市场国际化研究概述

国际学界高度关注证券交易所市场国际化问题。Bekaert等(2011)发现资本市场开放平均每年带来1%的经济增长率,并且这种增长是相对永久性的增长。通过国民账户核算的方法,他们将资本市场开放引起的经济增长分为融资成本降低带来的投资增长和资本市场开放带来的效率增长,发现投资的增长占到了约30%—40%,而全要素增长率的增长则占到了60%—70%。<sup>[4]</sup>Bae等(2012)发现资本市场开放使得全球市场的信息能够更快地传递到发展中国家的股票市场中,使得资本市场变得更加有效,从而更好地发挥资源的配置作用。<sup>[5]</sup>郑刚(2004)通过分析跨境证券交易运行机制,定义狭义的跨境证券交易为两国或地区的证券投资者通过交易市场之间的连接,相互投资、买卖对方上市

公司有价证券的行为;广义的跨境证券交易包括交易整个过程中产生的跨境上市、跨境交易系统连接、跨境清算交收和跨境监管等一系列事宜。<sup>[6]</sup>李明辉等(2013)通过比较交叉挂牌与传统的跨境上市,结合国外证券交易所交叉挂牌的运行实绩,认为相对于公司主导的跨境上市而言,建立在交易所合作协议基础上的跨境交叉挂牌制度重点旨在通过交易所之间的合作,实现上市公司的证券在不同市场同时挂牌交易,虽然在实务中出现的时间并不长,但对国际资本市场有着举足轻重的作用。<sup>[7]</sup>缪斯、郑宇佳(2018)通过梳理全球主要交易所国际化战略核心发现,新兴交易所由于其本身治理结构不完善、产品技术不成熟、政策监管阻碍大,应通过与境外交易所建立市场联通等形式,开发产品技术,提高市场流动性,实现互惠共赢。2014年亚洲暨大洋洲交易所联合会(AOSEF)工作委员会的与会会员单位一致认为,通过产品交叉挂牌和交易订单路由开展市场互联,正逐步成为新兴市场交易所间合作的一个潮流。<sup>[8]</sup>

作为提供资本要素的重要渠道,证券交易所市场国际化和自由化有利于提高资源在全球的配置效率,在资本市场中占有举足轻重的位置。目前,针对证券交易所市场联通模式的定义、分类及实现方式尚无统一定论,但普遍认为在我国资本账户尚未完全开放的背景下,证券交易所市场互联互通是我国资本市场对外开放的重要路径,有利于进一步丰富跨境投资方式,对我国资本市场开放不可或缺。在资本市场互联互通方面,现有研究多集中在风险控制、股票定价与跨境资本流动性等方向。在细化的证券交易所市场互通方面,现有研究集中反映了当前全球主要交易所市场合作的形式,而针对我国的互联互通具体模式和实现路径的研究较为欠缺。在资本市场双向开放的大背景下,资本市场互联互通是非常复杂的博弈过程,收益与风险同在,国内外制度融合是重要课题。

### 三、市场联通模式案例比较研究

综合现有文献观点及国际已有互联互通模式，市场联通可进一步划分为跨境交易联通与产品跨境上市，笔者结合国际市场实务案例，就交易联通和产品跨境上市模式进行对比分析。

#### (一) 跨境交易联通模式

按证券交易所、结算机构等金融基础设施是否建立跨境技术连接，跨境交易联通进一步划分为基础设施直连和交叉报价模式。

**1.基础设施直连** 按实现基础设施连接的主体，基础设施直连可进一步分为交易所直连和跨境结算直连。交易所直连模式下，由境内外交易所分别设立证券交易服务公司（简称交易所SPV）提供订单路由服务，接收本方投资者买卖对方交易所上市证券的订单，并传递至对方交易所。跨境结算直连模式下，由境内外结算机构分别作为本方投资者买入证券的名义持有人，互为对方结算机构的结算参与者，提供相关结算服务。<sup>[9]</sup>基础设施直连模式的代表有新加坡交易所（以下简称新交所）与澳洲证券交易所于2001年建立的交易连线平台（交易所直连、跨境结算直连），新交所与台湾证券交易所（以下简称台交所）于2016年建立的“台星通”机制（仅交易所直连），以及沪深交

易所先后于2014年、2016年与香港市场建立的沪港通、深港通机制（交易所直连、跨境结算直连）。以下以“台星通”、“沪深港通”为例简述基础设施直连模式。

“台星通”模式下，台交所、新交所通过各自设立的证券交易服务公司提供订单路由服务，接收本方投资者买卖对方交易所股票的订单，并传递至对方交易所，以及协助进行后续结算、交割及保管等工作。<sup>[10]</sup>以台湾投资者交易新交所股票为例，台交所在台湾成立全资子公司——国际通证券有限公司（Global Link Securities，简称台交所SPV）开展跨境互联合作。如图1所示，本地券商获得台湾投资者订单指令后，将订单申报至已获得新交所远程交易会员资格的台交所SPV，<sup>[11]</sup>由台交所SPV将订单路由至新交所。新交所将订单的成交信息及时返回台交所SPV，由台交所SPV通过台湾本地券商通知台湾投资者。结算方面，台交所SPV委托新交所结算会员花旗银行作为其清算及存管代理人，在新加坡中央托管结算公司（The Central Depository Pte Limited，简称CDP）开设账户存管股票，所有台湾投资者均以台交所SPV的名义持有证券，并委托台湾集中保管结算所（Taiwan Depository & Clearing Corporation，简称TDCC）每日与花旗银行核对交割及库存明细。<sup>[12]</sup>

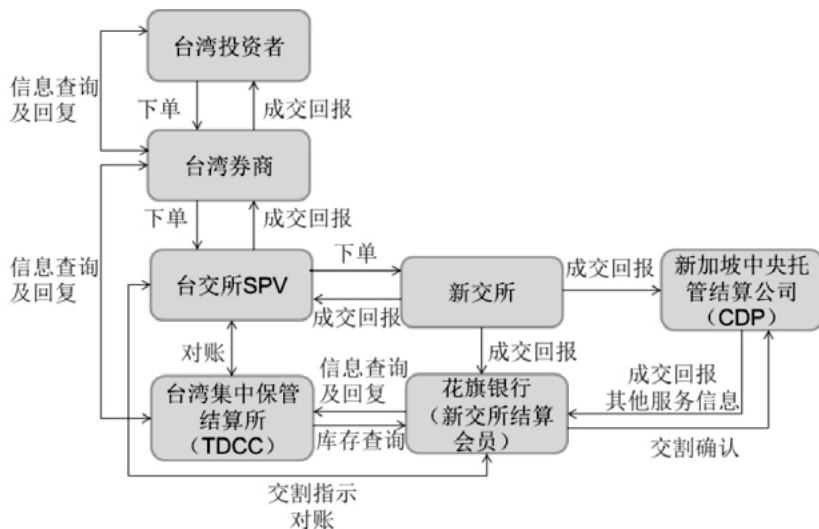


图1 “台星通”交易与结算流程（南向交易）

资料来源：作者整理

“沪深港通”与“台星通”的交易联通机制类似，均由本地交易所成立SPV提供订单路由服务，接收本方投资者买卖对方交易所股票的订单，并传递至对方交易所。但与“台星通”机制下的依赖第三方（花旗银行）完成结算交收的模式不同，“沪深港通”机制（见图2）下，中国证券登记结算有限公司（简称中国结算）、香港中央结算有限公司（简称香港结算）分别作为本方投资者通过“沪深港通”买入股票的名义持有人，并互

为对方结算机构的结算参与者，为“沪深港通”提供相关的结算服务。以港股通为例，中国结算作为港股通股票的名义持有人向香港结算履行港股通交易的清算交收责任，中国结算进而与证券公司（结算参与者）就港股通交易进行清算交收，证券公司负责办理自身与投资者之间的清算交收。沪深交易所、中国结算、香港联合交易所（简称联交所）和香港结算四家机构形成系统资金闭环，便利投资者参与交易活动，并有助于加强对市场的监控。

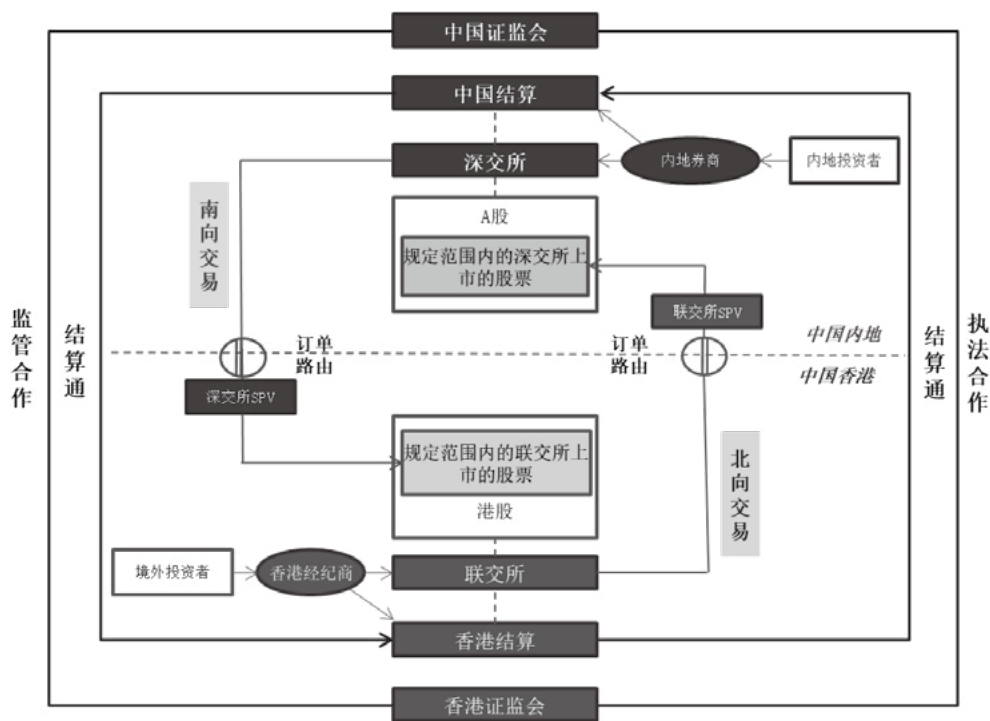


图2 深港通运行机制图

资料来源：深圳证券交易所，作者整理

2.交叉报价(cross-quotation) 交叉报价是指交易所合作在本地电子交易平台为对方上市证券提供报价及交易服务，使对方已上市证券在无须双重上市的情况下在本地交易平台挂牌交易，接触更广泛的投资者群体，提高股票流动性，扩大其市场影响力。与直连模式不同，交叉报价模式不依赖交易所和结算机构之间的技术连接，交易所仅提供交易平台，在结算交收环节与交易所会员等市场机构合作，

由交易所会员（境内外证券经营机构）合作为投资者完成账户开立、订单传输、交易清算、投资者服务等各环节业务。与基础设施直连相比，交叉报价机制更着重拓展两地投资者的交易时间，便利风险管理需求。采用交叉报价的代表交易所有新交所及伦敦证券交易所（以下简称伦交所）。2010年10月，新交所与纳斯达克OMX集团合作推出GlobalQuote（全球报价板），通过该交易平台，亚洲投资者能够在新交所交

易时段买卖纳斯达克上市证券。<sup>[13]</sup>2012年,新交所基于全球报价板与伦交所新推出的国际板(International Board)进行交叉报价,使得新加坡投资者能够在新交所全球报价板买卖伦敦金融时报100指数(FTSE 100)成分股,英国投资者能够在伦交所国际板买卖新加坡海峡时报指数(STI)成分股。2019年10月,伦交所设立环球板,为交易最活跃的美国蓝筹股(首期约50只)以及美国上市的中概股ADR(首期约30只)<sup>[14]</sup>提供报价及交易服务。

以伦交所国际板为例,通过新交所与伦交所的合作,新交所相关股票于2012年底开始在伦交所国际板交易。<sup>[15]</sup>本地交易所仅提供交易报价平台,两所会员为两地投资者买卖对方市场股票提供交易结算服务。<sup>[16]</sup>英国投资者通过伦交所会员,在伦交所正常交易时间买卖在国际板报价的新加坡海峡时报指数(STI)成分股,伦交所会员通过伦敦结算公司(LCH Clearnet Group)对投资者在国际板交易的STI成分股的成交结果进行清算,清算结果于T+3日在新加坡中央托管结算公司(CDP)进行交割。为完成券款交割,上述伦交所会员须为CDP会员或通过结算代理人(settlement agent)与CDP建立结算安排。<sup>[17]</sup>

## (二) 跨境ETF模式

跨境ETF产品以ETF形式挂钩境外一揽子证券在交易平台挂牌,既能满足投资者多元化资产配置需求,<sup>[18]</sup>又能使基金管理人低成本、快捷地管理复杂的交易策略,在海外发展已很成熟,并在欧美ETF市场占据重要地位。在我国现有证券市场法律法规允许的框架下,跨境ETF成为我国交易所现阶段丰富跨境产品线、实现产品跨境上市的重要抓手。国际上成熟的跨境ETF发行模式可分为自主设立、交叉挂牌和联接基金等三种模式。<sup>[19]</sup>

自主设立模式(primary-listing)是指由境内基金管理公司开发发行以境外资本市场指数为跟踪标的的ETF,并将该ETF在境内交易所上市的模式。这种模式便于境内证券监管层监督管理,是跨境ETF最常见的形式。美国、韩国和中国大陆主要采取这种模式。

交叉挂牌模式(cross-listing)是指将境外基金管理公司开发管理并在境外交易所上市的ETF直接在境内交易所挂牌上市的模式。此类跨境ETF在境内募集的资金与其境外正常运作的ETF基金资产合并管理,ETF的基金管理人为同一家公司。欧洲、中国香港主要采取这种模式。交叉挂牌涉及两个以上不同地区的交易所,需要整合多个交易所信息披露的内容和时间要求,建立跨市场管理机制和共同的结算机制,还需要各方市场的监管者在市场监管方面加以合作,要求不同上市地点法律法规相似、无外汇管制,就目前我国资本市场环境和法律框架而言,交叉挂牌难度较大。<sup>[20]</sup>

联接基金模式(feeder fund)是指在境内发行一只几乎全部资产投资于境外ETF的基金,并在基金成立后在境内交易所上市交易的模式,这种模式的跨境ETF相当于一只基金中的基金(FOF)。相较于交叉挂牌模式,联接基金便于境内证券监管层实施监管,但有FOF普遍面对的双重收费的问题,可能导致跟踪误差较大。中日ETF互通和深港ETF互通即采用联接基金模式。对我国而言,境内设立的ETF属于QDII型基金,适用《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》及配套规则,<sup>①</sup>境内外产品适用现有QDII、QFII/RQFII基金相关技术系统,不涉及跨境结算系统对接及现有交易结算系统技术改造,是在现有规则框架内的跨境ETF产品模式创新。以中日ETF互通为例,以下对我国跨境ETF互通实践作进一步阐述分析。

<sup>①</sup>根据其配套通知,“单只基金持有境外基金的市值合计不得超过基金净值的10%”,同时在兜底条款中留有空间,允许中国证监会根据证券市场发展情况或基金具体个案调整上述投资比例。中国证监会认为,本质上看,中日ETF互通中方产品所投资的目标ETF穿透到底层资产仍是标的指数成分股,符合QDII-ETF分散化投资的原则和要求。

2019年6月,首批中日ETF互通产品推出,中日双方的八家资产管理公司以两两配对合作的方式各自在本国设立ETF投资于对方市场的主流ETF产品,以实现双方市场ETF互通的目标。四只投资于日本市场的境内ETF分别为三只跟踪日经225指数(Nikkei 225)的ETF及一只跟踪东证指数(TOPIX)的ETF,四只投资于境内市场的日本ETF分别为跟踪沪深300、中证500、上证50、上证180指数的ETF,模式如图3所示。我国

境内基金公司设立ETF(以下简称东向ETF),以QDII境外证券投资形式,申购或买入日本交易所集团旗下东京证券交易所单只ETF,投资单只目标ETF的比例不低于基金资产90%,东向ETF份额在我国交易所上市交易。日本资产管理公司在日本设立ETF(以下简称西向ETF),以QFII或RQFII境内证券投资形式,申购或买入我国交易所单只ETF,西向ETF份额在东京证券交易所上市交易。

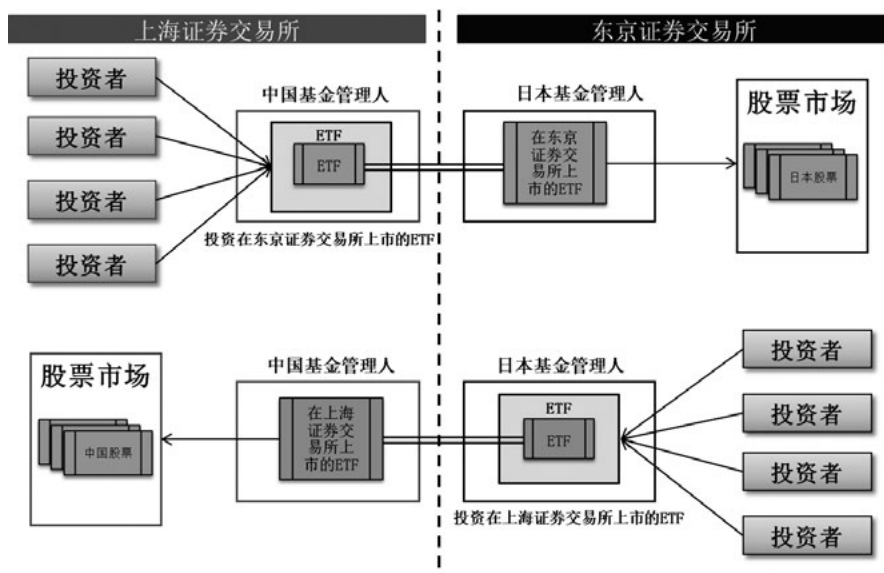


图3 中日ETF互通模式示意图

资料来源:日本交易所集团官网,作者整理

为增强基金吸引力,避免联接基金模式普遍面对的双重收费问题,降低跟踪误差,中日ETF基金管理人均下调了基金费率。以东向产品为例,首批四只东向ETF的平均管理费率为0.20%,平均托管费率为0.06%,不仅低于其他QDII型基金,相较其他跨境ETF也更加低廉,即使算入目标ETF费率,四只产品的实际综合费率亦低于沪深两市绝大多数跨境ETF费率。但另一方面,由于日本股票等证券品种实行T+2结算交收,从日本客户下单到资产管理公司获得客户资金有一定时间差,同时我国证券市场要求交易前资金提前到位,导致通过QFII机制投资的日本基金管理人普遍面临买入中国目标

ETF产品价格变动风险敞口。

从运行情况来看,东向双向产品上市以来运行平稳,但东向ETF自上市以来净值大幅缩水。2019年6月25日上市后,各产品6月30日的规模即下跌60%至6.03亿元,虽然国内资金配合2020年开年以来日股下跌底部加仓,东向ETF份额规模一度大幅增长,但仍较募集成立时规模有大幅下降(见图4)。主要原因一是产品募集期较短,市场培育力度不足。四只产品于2019年5月28日同步开售,发行期均至6月5日结束,未引起国内投资者的广泛关注。二是目前国内市场对跨境ETF的关注度集中于美国和中国香港(因“沪深港通”较QDII机制更为灵活,实操中

投资香港的基金更多通过“沪深港通”渠道), 通过QDII型基金配置非美股资产有一定需求, 但有待长期市场培育。三是由于跨境ETF更易

受个人投资者青睐, 日经225指数、TOPIX指数ETF预期回报与我国个人投资者追求较高风险收益率的预期有一定错位。

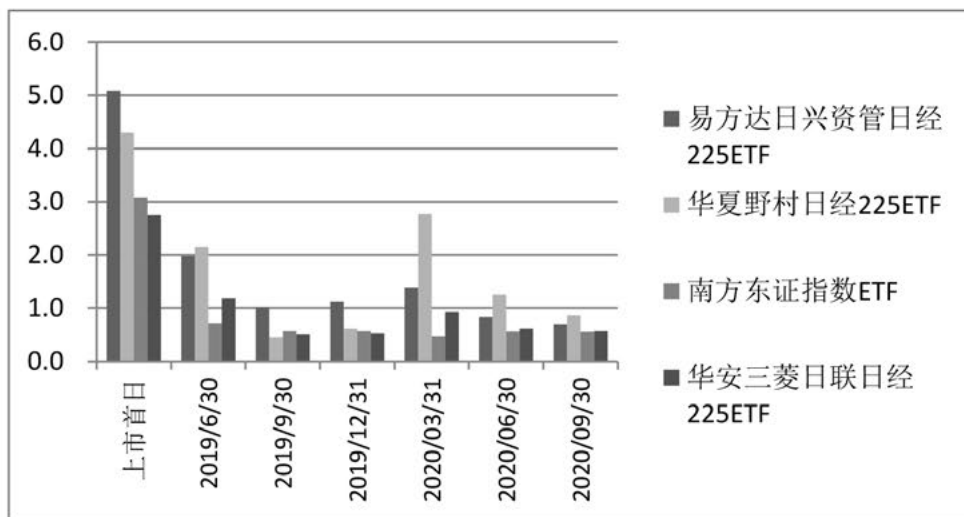


图4 中日ETF互通东向ETF净值 (单位: 亿元人民币)

数据来源: Wind

#### 四、跨境联通需重点关注的问题

##### (一) 交易直连模式: 需加强跨境监管制度融合与监管合作

跨境直连模式下, 由于境内外市场在投资者结构、交易结算规则及习惯、发行制度、监管理念与监管措施等方面存在较大差异, 特别是考虑跨境交易行为的复杂性和隐蔽性, 证券交易所及其监管机构需建立跨境监管协作机制, 对跨境交易行为实施有效监管, 才能有效防控跨境资金流动带来的风险传递。以“沪深港通”机制为例, 与香港市场的互联互通间接使得国际市场的风险更容易传导至境内资本市场。<sup>[21]</sup>与A股市场“看穿式监管”不同, 香港股票市场所采用二级账户管理体系, 香港结算和香港交易所仅可获得券商等市场参与者的账户和交易信息, 而无法直接掌握经纪商背后实际投资者的账户和具体交易及持仓情况。为此, 沪深港三所建立了跨境联合监管机制, 通过跨境数

据交换渠道, 实现交易及监管信息共享。此外, “沪深港通”于2018年9月实施北向看穿机制(投资者识别码制度), 沪深交易所依据投资者识别码等信息, 对北向交易申报实施实时看穿监控; 2019年12月, “沪深港通”南向投资者识别码制度规则亦发布实施。

##### (二) 交叉报价模式: 需提升证券经营机构国际化服务能力

相较于交易所间直接建立技术连接的方式, 交叉报价的显著优势是可跨越不同时区实现交易联通, 客观上达到延长同一证券品种交易时间的效果, 从而吸引更多时区更为广泛的投资群体, 有助于全球风险管理。从交易所层面来看, 相较于“沪深港通”和“台星通”等以交易所直接建立技术连接的互联互通模式, 交叉报价模式所需的技术、人力和资金投入相对较少, 且可拓展至跨时区市场联通。从业务开展主体来看, 交易、结算、客户服务等多项职能由证券经营机构(通常为交易所会员)主导

完成,形成跨市场、跨交易所间的会员联动,这对证券经营机构的国际化服务能力提出更高要求。

### (三) 跨境ETF: 需关注境内外结算周期差异及长期市场培育

从QFII/RQFII方面看,我国A股证券市场目前实行证券T日清算、T日交收,资金T日清算、T+1日交收的制度,而国际市场普遍采用证券、资金T+2货银对付的结算交割制度,导致外资出现资金周转问题。此外,根据我国相关证券法规要求投资者发出A股交易指令之前资金须提前到位,导致境外投资者尤其是有多个托管人的长期投资者产生额外资金成本、运营成本和交易对手方风险。<sup>[22]</sup>从QDII方面看,整体而言,根据Wind数据,截至2020年11月末,沪深两市共有31只跨境ETF产品,投资中国香港、美国、日本、德国、法国等市场,其中规模较大的为易方达基金管理的H股ETF及华夏基金管理的恒生ETF,两者均投资香港市场,2020年9月末基金资产净值分别为98.42亿元及87.35亿元,其他跨境ETF规模均低于50亿元,约1/3的跨境ETF基金资产净值在1亿元以下。由此可见,境内投资者的海外资产多元化配置需求有待长期市场培育。

## 五、结论与政策建议

在全球经济一体化的形势下,交易所之间联系更加紧密的同时竞争也日趋激烈,优质上市公司及证券品种成为各交易所争夺的对象。当前,我国QFII/RQFII制度改革有序推进,跨境ETF涵盖的国家范围不断扩大,科创板设立并试点注册制、创业板改革并试点注册制等A股制度改革相继落地,优质红筹企业回归A股迎实质利好,资本市场开放步伐稳步加快。证券市场联通的核心在于资本要素跨境双向流通,我国证券交易所应充分利用资本市场双向开放的历史机遇,汲取国际上其他交易所市场开放经验教训,在风险可控的前提下,通过机制创新

推动资本市场双向开放提质升级,从而引导更多中长期资金入市,促进资本市场持续稳定健康发展。借鉴跨境交易联通、产品跨境上市经验,就综合利用多种模式实现资本市场双向开放,提出如下路径选择。

### (一) 拓宽外资投资A股的渠道与方式

“沪深港通”的开通,不仅丰富了境外投资者分享中国资本市场投资机遇的渠道,且通过特别独立账户(SPSA)服务、即时货银对付结算(Real-time DVP)等机制创新,以及跨境监管协作机制的建立,与QFII/RQFII机制错位发展,进一步优化内地与香港市场股票交易互联互通机制,促进了内地与香港资本市场的双向开放和健康发展。同时应看到,“沪深港通”虽然推出较QFII/RQFII机制时间更晚,但受益于其机制创新赋予的交易模式便捷性,已成为外资参与A股市场交易的最主要渠道。Wind数据显示,截至2020年11月末,按持有A股市值计算,89.7%外资通过“沪深港通”投资A股市场。外资以过高比例通过“沪深港通”渠道买卖A股,易形成单一渠道依赖,不利于分散外资投资风险,对我国证券市场安全稳定运行带来潜在隐患。借鉴内地与香港市场互联互通机制运行以来的经验做法,一方面可进一步扩大与香港市场联通的产品范围,利用深港两地区位及互补优势,增强内地与香港互联互通机制生命力,促进粤港澳大湾区资本要素流动;另一方面,可结合境外不同市场时区、产品、交易机制等不同情况,综合运用交叉报价、ETF互通等模式,推动与更多成熟市场建立多元互联互通渠道。

### (二) 吸引外国优质证券品种本地挂牌交易

纵观新交所全球报价板、伦交所国际板、环球板的机制设置,其主要目的之一均为通过为在其他市场上市的优质企业提供本地交易平台,以拓宽本地交易品种、吸引投资者、提高本地市场交易量。QFII/RQFII制度的改革,特别是取消QFII/RQFII投资额度管理要求,对于引导更多外资流入中国资本市场具有重要意义,标志着境内资本市场从有限开放逐步走向全面开



放,为更多境外优质企业及证券品种在A股挂牌交易及发行上市提供了有利配套外资流入条件。在A股制度型开放,以及我国交易所会员国际化程度不断提升的背景下,我国交易所可参考新交所全球报价板以及伦交所国际板、环球板先期实践,结合自贸区建设的金融开放政策优势,考虑建立国际证券报价平台,吸引发达市场以及“一带一路”沿线市场具有代表性的股票、债券、基金等证券品种在我国境内交易所或自贸区交易平台挂牌报价交易,进一步促进我国资本市场双向开放。

### (三) 推进落实A股DVP结算制度改革

根据世界交易所联合会(WFE)统计,在WFE会员中,约80%的交易所拥有跨境产品,70%的交易所所有外国公司上市,而我国暂未有境外公司直接上市,可交易的跨境产品仅有跨境ETF和熊猫债。<sup>[23]</sup>跨境ETF是我国资本市场在现行法律法规框架下发展跨境证券品种的主要实现形式之一。继中日ETF互通于2019年6月实现首批产品上市后,采用同样模式实现内地与香港ETF产品互挂的深港ETF互通也于2020年10月开通,进一步拓展创新了互联互通渠道。由于跨境ETF涉及资金跨境,市场间结算制度的差异直接影响投资效率。如前所述,目前A股实行的证券T日清算交收,资金T日清算、T+1日交收的制度,与国际市场普遍采用证券、资金T+2货银对付的结算交割机制存在较大差异,在实践中成为影响吸引境外长期资金的技术性障碍,有必要加快资本市场关键制度创新,提升A股配置价值。2020年10月,中国证监会主席易会满在2020金融街论坛年会上表示,中国证监会将稳步推进货银对付(DVP)结算制度改革。值得关注的是,2020年11月,香港交易所宣布将推出“沪深港通”交易结算加速平台HKEX Synapse,方便境外投资者满足内地证券市场的T+0结算周期要求,旨在提升沪深港通结算效率,降低市场参与者相关成本与风险。这一定程度上反映了国际市场对于A股市场DVP结算制度改革的迫切需求,也客观上说明了我

国加快资本市场各项配套制度改革的合理性与必然性。

### 参考文献:

- [1]卢朦. 互联互通机制的证券市场竞争关系研究[D]. 广州:暨南大学, 2018.
- [2]石红波. 我国资本市场对外开放现状与风险防范研究[J]. 金融经济, 2019(20): 11-13.
- [3]连平. 境外合格投资者大松绑是金融开放新的里程碑[N]. 第一财经日报, 2020-05-18(A12).
- [4]Bekaert Geert, Harvey Campbell R., Lundblad Christian T. Financial openness and productivity[J]. World Development, 2011, 39(1): 1-19.
- [5]Kee-Hong Bae, Arzu Ozoguz, Hongping Tan, Tony S. Wirjanto. Do foreigners facilitate information transmission in emerging markets?[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 105(1) 209-227.
- [6]郑刚. 跨境证券交易运行机制与证券交易所全球化演进[D]. 上海:复旦大学, 2004.
- [7]李明辉, 卢文莹, 杨金忠. 跨境交叉挂牌制度比较研究[R]. 上证联合研究计划第24期课题报告, 2014.
- [8]周松林. 亚太交易所合作新模式:“互联互通”取代“兼并收购”[EB/OL]. (2014-11-26) [2020-03-10]. <https://pic.bankofchina.com/bocappd/rareport/201704/P020170417516499271066.pdf>.
- [9]范若滢, 李佩珈. “债券通”:中国资本市场开放的新探索[EB/OL]. 宏观观察, (2017-04-17) [2020-02-20]. <https://pic.bankofchina.com/bocappd/rareport/201704/P020170417516499271066.pdf>.
- [10]Singapore Exchange. Taiwan Stock Exchange and Singapore Exchange sign strategic partnership agreement, TWSE subsidiary to join SGX as remote trading member[EB/OL]. (2016-01-27) [2020-03-02]. [https://links.sgx.com/FileOpen/20160127\\_TWSE\\_and\\_SGX\\_sign\\_Strategic\\_Partnership\\_Agreement\\_TWSE\\_subsidary\\_to\\_join\\_SGX\\_as\\_remote\\_trading\\_member.ashx?App=Announcement&FileID=387454](https://links.sgx.com/FileOpen/20160127_TWSE_and_SGX_sign_Strategic_Partnership_Agreement_TWSE_subsidary_to_join_SGX_as_remote_trading_member.ashx?App=Announcement&FileID=387454).
- [11]Singapore Exchange. SGX welcomes global link securities as securities trading member [EB/OL]. (2016-03-21) [2020-03-02]. [https://links.sgx.com/FileOpen/20160321\\_SGX\\_welcomes\\_Global\\_Link\\_Securities\\_as\\_Securities\\_trading\\_member.ashx?App=Announcement&FileID=394648](https://links.sgx.com/FileOpen/20160321_SGX_welcomes_Global_Link_Securities_as_Securities_trading_member.ashx?App=Announcement&FileID=394648).

- [12]Citi wins clearing and custody mandate from Taiwan Stock Exchange unit[EB/OL]. (2016-07-01) [2020-03-02]. [https://www.citibank.com.sg/global\\_docs/pdf/CA/2016/160701-Clearing-Custody.pdf](https://www.citibank.com.sg/global_docs/pdf/CA/2016/160701-Clearing-Custody.pdf).
- [13]Singapore Exchange. Singapore Exchange launches ADRs, brings US-listed Asian companies to Asia[EB/OL]. (2010-09-14) [2020-02-21]. <https://investorrelations.sgx.com/static-files/7716bc88-0e9d-419e-ab1a-7a321e38fa42>.
- [14]LSEG. Global equity segment: Trading global equities on the world's most international exchange[EB/OL]. (2019-10-15) [2020-02-20]. [https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/LSE%20Global%20Equity%20Segment\\_20191015\\_0.pdf](https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/LSE%20Global%20Equity%20Segment_20191015_0.pdf).
- [15]MondoVisione. SGX And LSE sign cross trading agreement[EB/OL]. (2012-07-11) [2020-02-18]. <https://mondovisione.com/media-and-resources/news/sgx-and-lse-sign-cross-trading-agreement>.
- [16]李丹, 李怡芳. 新加坡—伦敦交易所互联互通模式浅析[EB/OL]. (2015-01-22) [2020-03-18]. 上交所资本市场研究所微信公众号, <https://mp.weixin.qq.com/s/4JglVFoMKn2WnDWiWk7UDg>.
- [17]LSEG. International board-new trading service for global equities[EB/OL]. (2012-11-29) [2020-04-09]. <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.lseg.com%2Fsite%2Fdefault%2Ffiles%2Fcontent%2Fdocuments%2Finternational-board-service-description.doc>.
- [18]Huang M-Y, Lin J-B. Do ETFs provide effective international diversification?[J]. *Research in International Business and Finance*, 2011 (25): 335-344.
- [19]杨宇等. 指数跟踪类产品(ETF、ETC等)创新研究—跨境ETF[R]. 上海证券交易所第20期联合研究计划项目, 2009.
- [20]通力律师事务所. 中国跨境ETF的法律框架及其参与机构[EB/OL]. (2010-01-28) [2020-01-20]. [http://www.llinksllaw.com/uploadfile/publication/53\\_1422441232.pdf](http://www.llinksllaw.com/uploadfile/publication/53_1422441232.pdf).
- [21]张广婷, 郑文锋. 资本市场开放下外资持股公司有更好的市场表现吗?——基于“沪深港通”的经验证据[J]. *世界经济研究*, 2020 (12): 19-30, 132.
- [22]Asia Securities Industry and Financial Markets Association (ASIFMA). *China's capital markets: The pace of change accelerates*[R]. Hong Kong: ASIFMA, 2019.
- [23]缪斯斯, 郑宇佳. 境外证券交易所国际化战略与路径研究——基于境外主要交易所的案例分析[J]. *金融监管研究*, 2018, 82 (10): 96-111.

【责任编辑 刘红娟】

## Study on Models of Cross-border Market Connectivity of Stock Exchanges: Analyses Based on Practices of World Exchanges

*XU Shangfei*

**Abstract:** Stock exchanges overseas conduct trading link and product cross listing, etc. to achieve cross-border connectivity of capital markets. Such practices provide important development paths for Chinese stock exchanges to enhance internationalization capabilities in the course of China's capital market opening-up. This article conducts classified study on the operating mechanisms of trading links and cross-border ETFs, drawing experiences from international practices of Singapore, the U.K., Taiwan of China etc., and opening-up models of China's capital market such as Shanghai/Shenzhen-Hong Kong Stock Connect and China-Japan ETF Connectivity. Taking into consideration the current legal framework in China, the article then puts forward suggestions on improving market connectivity and enriching cross-border products in order to provide reference and implications for the international development of China's capital market.

**Keywords:** stock exchange; capital market opening-up; market connectivity; cross-border ETFs